

# Tygodnik ekonomiczny

## Tydzień ważnych danych

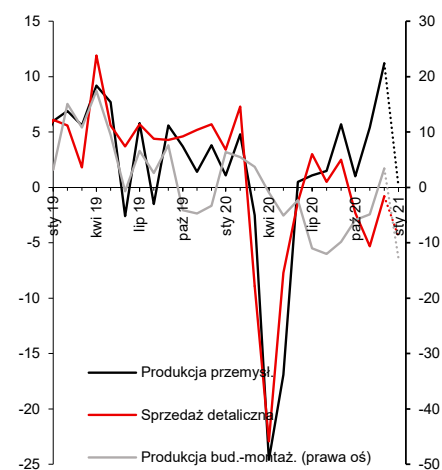
### Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Przed nami tydzień wypełniony **ważnymi publikacjami danych**. Za granicą poznamy sporo wskaźników aktywności gospodarczej: kolejne publikacje PKB za IV kw. w Europie, wyniki produkcji i sprzedaży w Europie i USA, informacje z amerykańskiego rynku nieruchomości, a na zakończenie tygodnia wstępne PMI, które pokażą jak mocno przedłużające się problemy z pandemią przekładały się na nastroje firm w lutym (konsensus zakłada bardzo niewielkie pogorszenie indeksów).
- W kraju tydzień zacznie się od **danych o inflacji i bilansie płatniczym**, a w kolejnych dniach poznamy dane o **płacach i zatrudnieniu**, produkcji w **przemysle i budownictwie, sprzedaży detalicznej, PPI**.
- Nasza prognoza CPI (2,7% r/r) jest wyraźnie powyżej konsensusu rynkowego (więcej szczegółów [tutaj](#)), co by oznaczało, że **krajowa inflacja wpisze się w trend przekraczania oczekiwań** widoczny w innych krajach w Europie (w czym dużą rolę odegrały u nas podwyżki opłat i podatków na początku roku). Dla odmiany w **przypadku produkcji przemysłowej i budowlanej spodziewamy się wyników wyraźnie słabszych niż rynek** (silny efekt dni roboczych, którego prawdopodobnie większość analityków nie doceniła). Wprawdzie w obu przypadkach styczniowe odczyty nie przesądzą naszym zdaniem o trendach w dalszej części roku - spodziewamy się, że inflacja pozostanie blisko celu inflacyjnego, a przemysł i budowlanka będą przyspieszać - ale te publikacje mogą wywołać przynajmniej krótkotrwałą fluktuację nastrojów rynkowych. Intuicja podpowiada, że większe znaczenie dla inwestorów będzie miało zaskoczenie wyższą niż słabszymi produkcjami.

### Wnioski rynkowe:

- Poniedziałkowa wyższa od oczekiwań inflacja może być wsparciem dla złotego. Ruch w kierunku aprecjacji wciąż może być hamowany obawami pojawienia się kolejnej interwencji NBP, ale w perspektywie tygodnia nie wyklucza to zejścia EURPLN jeszcze nieco niżej, przynajmniej na początku tygodnia.
- Krajowe rentowności obligacji i IRS mocno poszły w górę w ostatnich tygodniach, po części w ślad za rynkami bazowymi, po części w efekcie spadku ryzyka obniżek stóp poniżej zera po ostatnich wypowiedziach prezesa NBP i po niezłych danych makro. Wysoki odczyt CPI może jeszcze wzmocnić "reflacyjne" spekulacje, szczególnie gdyby na rozwiniętych rynkach długu utrzymał się trend wyprzedzaży. Z drugiej strony, po mocnym wzroście rentowności powinien się w końcu aktywować mocniej popyt krajowych banków, do czego okazją może być czwartkowa aukcja obligacji.

Produkcja i sprzedaż, % r/r



Źródło: GUS, Santander

### Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
 email: [ekonomia@santander.pl](mailto:ekonomia@santander.pl)  
 www: [santander.pl/serwis-ekonomiczny](http://santander.pl/serwis-ekonomiczny)  
 Piotr Bielski 22 534 18 87  
 Marcin Luziński 22 534 18 85  
 Wojciech Mazurkiewicz 22 534 18 86  
 Grzegorz Ogonek 22 534 19 23  
 Marcin Sulewski, CFA 22 534 18 84

## Ostatni tydzień w gospodarce

W zeszłym tygodniu poznaliśmy wstępny odczyt PKB za IV kw. 2020 r., część danych sektora publicznego za 2020 r. jak i nowe prognozy Komisji Europejskiej i rekomendacje MFW dla Polski.

Zgodnie ze wstępnym odczytem, **wzrost PKB** w IV kw. 2020 wyniósł -2,8% r/r względem III kw. -1,5 %r/r oraz -8,4% r/r w II kw., co potwierdza, że drugi spadek był znacznie płytszy niż pierwszy. Wzrost po odsezonowaniu wyniósł -0,7% kw/kw oraz -2,8% r/r. Publikacja nie zawiera szczegółowego rozbitcia ale szacunek całoroczny sugeruje, że konsumpcja prywatna w IV kw. ponownie zaczęła się kurczyć, jednak w znacznie mniejszym stopniu niż na wiosnę (ok -3% r/r vs -10,8% r/r w II kw.). Inwestycje prywatne spadały w podobnym tempie jak w II kw. (-10,7%). Szczegółowe dane za IV kw. zostaną opublikowane 26 lutego. Rozprzestrzenianie się pandemii w I kw. i styczniowe restrykcje w handlu mogą spowodować, że w I kw. 2021 r odbicie będzie ograniczone do około -2% r/r. Na silniejsze ożywienie gospodarcze przyjdzie prawdopodobnie poczekać do drugiej połowy roku, ale takie założenie wciąż wymaga przyspieszenia procesu szczepień do poziomu, który zniósłby niepewność związaną z przyszłymi zamknięciami. Nasza prognoza wzrostu PKB na cały 2021 rok wynosi nadal 4.6%.

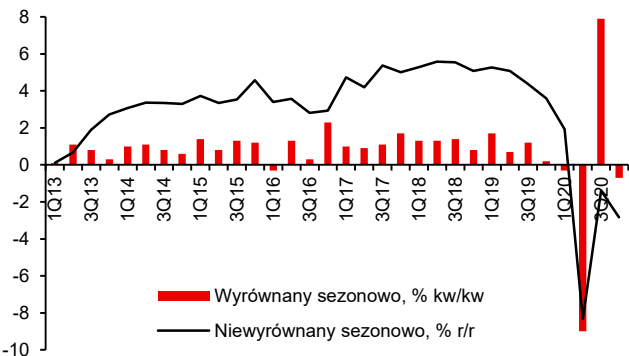
Według najnowszych **prognoz Komisji Europejskiej** ([link](#)), krótkookresowe perspektywy gospodarcze są słabsze niż podczas jesiennej rundy prognoz, ale dalsza perspektywa jest korzystniejsza ze względu na rozpoczęcie procesu szczepień. W związku z tym prognozy wzrostu na 2021 r. poszły w większości w dół, a na 2022 r. w górę. Prognoza wzrostu dla Polski poszła w dół do 3,1% z 3,3% na 2021 r. i w górę do 5,1% z 3,5% na 2022 r., przy czym nie uwzględnia ona skutków nowego programu unijnego. Prognoza inflacji HICP poszła z kolei w górę dla 2021 r. (do 2,3% z 2,0%) i w dół dla 2022 r. (do 2,9% z 3,1%).

**MFW przedstawił raport o Polsce** ([link](#)). Zawiera on rekomendację do wykorzystania wciąż dostępnej przestrzeni fiskalnej do rozszerzenia obecnej pomocy o sektory pośrednio dotknięte pandemią. Polityka pieniężna powinna zostać utrzymana w obecnym kształcie do czasu zakorzenienia się ożywienia a ewentualne dalsze luzowanie powinno polegać na zwiększeniu QE. Na okres odbudowy po pandemii Fundusz zaleca zamienić podatek bankowy na inny instrument, bo w obecnym kształcie zaburza on podaż kredytów.

**Samorządy** zamknęły 2020 r. z nadwyżką 5,6 mld zł wobec planowego deficytu 21 mld zł. W IV kw. dochody sektora urosły o 6,2% r/r, w tym z CIT o 7,6% r/r i PIT o 5,5% r/r. Wydatki wzrosły o 2,3% r/r przy czym inwestycyjne obniżyły się o 7,6% r/r (co odjęło ok. 1 punktu procentowego od wzrostu całości inwestycji). **Deficyt budżetowy** za 2020 r. wyniósł 85 mld zł a w samym grudniu przyrósł o 72 mld zł osiągając najwyższy poziom w historii. Skok deficytu w grudniu to głównie wynik znacznego przyrostu wydatków, które wyniosły 109 mld zł wobec ok. 40-60 mld zł w kilku poprzednich latach. Całoroczne dochody budżetowe wyniosły 419,8 mld zł wobec planu 398,7 mld zł a ten dobry wynik jest dość zaskakujący w świetle panującej epidemii i restrykcji. W samym grudniu dobrze wyglądały przychody z VAT (wzrost o ok. 11% r/r), CIT (wzrost o 18,4% r/r ale dochody z tego podatku charakteryzują się dużą zmiennością) i PIT (14,0% r/r). Naszym zdaniem **deficyt sektora finansów publicznych** wyniósł ok. 8% PKB w 2020 r., najwięcej od czasów wielkiego kryzysu finansowego.

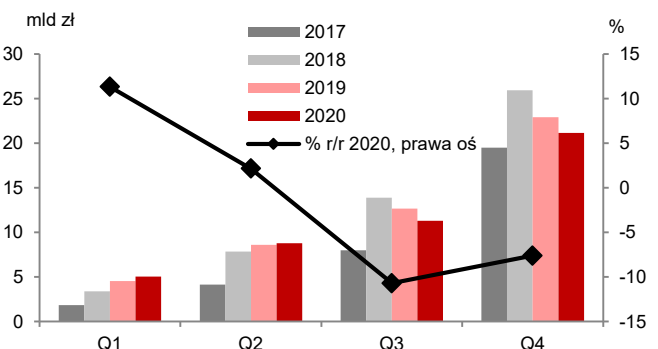
W zeszłym tygodniu wypowiedziało się kilku **członków RPP**. Łukasz Hardt uznał, że w przypadku kolejnych zamknięć gospodarki NBP powinni zwiększyć skalę programu QE ale nie ciąć stóp. Przy pozytywnym rozwoju sytuacji widziałby on utrzymanie programu QE, normalizację stopy rezerwy obowiązkowej a dopiero później podwyżki stóp, ale nie wyżej niż do 0,5% dla głównej stopy. Eryk Łon powiedział, że prawdopodobnie nie będzie już w tym roku potrzeby dokonania obniżki stóp procentowych. Dodał, że gdyby jednak sytuacja się mocno pogorszyła, wtedy oprócz obniżki należałoby rozważyć objęcie programem skupu również inne aktywa. Grażyna Ancyparowicz powiedziała, że nie ma żadnych przesłanek, by spodziewać się przyspieszenia inflacji ponad cel 2,5%. Wg Cezarego Kochalskiego napływające z gospodarki dane obniżają choć nie zerują prawdopodobieństwa obniżek stóp, przy czym nie popiera on cięcia poniżej zera. Kochalski zakłada inflację blisko celu w I kw. i nieco powyżej przez resztę roku przy jednoczesnym wyraźnym spadku inflacji bazowej.

Wzrost PKB, % r/r



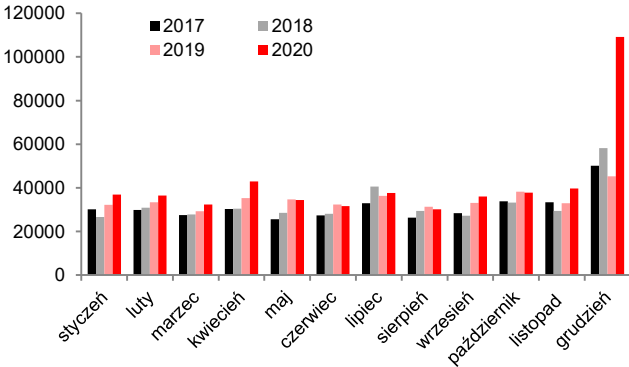
Źródło: GUS, Santander

Inwestycje samorządów



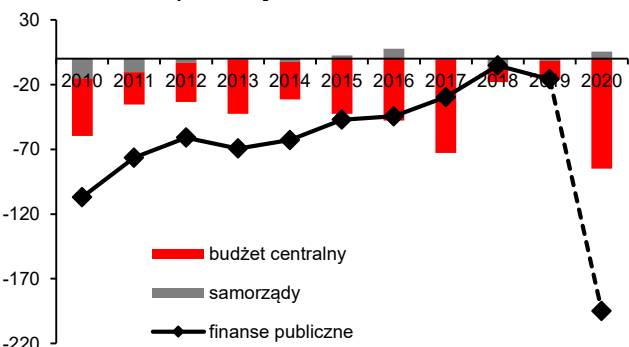
Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Wydatki budżetu centralnego wg miesięcy



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Salda w sektorze publicznym, mld zł



Źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat, Santander

## Rynek walutowy i stopy procentowej

### Ostatni tydzień na rynkach

**Rynek FX** EURPLN był dość stabilny wahając się w wąskim przedziale 4,47-4,51, a tygodniowy zakres zmian był drugi najmniejszy od kwietnia 2020. Stabilizacja krajowej waluty była spójna z tym co obserwowaliśmy na rynku EURUSD – tygodniowy zakres wahań był trzeci najmniejszy w tym roku. USDPLN wahał się w 1.5% przedziale i zakończył tydzień bez większych zmian na ok. 3,73. Złoty stracił nieco do funta (GBPPLN +0,7% do 5,12) i franka (CHFPLN +1% do 4,17).

W przypadku innych walut regionu, trend spadkowy EURCZK trwający od początku roku zatrzymał się i kurs wahał się wokół 25,75. Czeski CPI za styczeń był wyższy od prognoz (2,2% vs 1,7%), ale jeszcze przed tą publikacją rynek wyceniał szanse na podwyżki stóp w tym roku. Dane o inflacji nie były więc nowym impulsem dla korony. EURHUF wahał się w przedziale 356-360. Węgierska inflacja nie zaskoczyła (2,7% r/r). Kurs USDRUB spadł o 0,6% dzięki drożejącej ropie, słabszemu dolarowi oraz wyraźnie wyższej niż w poprzednim miesiącu nadwyżce handlowej w Rosji.

**Stopy procentowe** Rentowności polskich obligacji utrzymały się na podwyższonych poziomach osiągniętych w poprzednim tygodniu, 10-letnia rentowność blisko 1,28%. IRS tymczasem dalej rosły, a stawka 10-letnia osiągnęła nowe tegoroczne maksimum. Gołębie sygnały z USA (niższa od prognoz inflacja, wyższa liczba nowych bezrobotnych oraz wystąpienie szefa Fed) pchnęły rentowności na rynkach bazowych w dół, co sprawiło, że 10-letni spread Polska-Niemcy wzrósł do 175 pb. Od początku roku spread 2-10 dla krzywej obligacyjnej konsoliduje się, a w przypadku IRS obserwujemy stromienie się krzywej, spread znalazł się powyżej 100 pb (najwyżej od października 2018).

**Kluczowymi czynnikami** dla rynku w najbliższych dniach powinny być dane. Mijający tydzień był pod tym względem raczej ubogi, podczas gdy w kolejnym poznamy sporo ważnych odczytów.

Lutowe wstępne PMI dla strefy euro i Niemiec pokażą, jak zbyt wolne szczepienia wpływają na nastroje w firmach. Konsensus wskazuje na jedynie nieznaczny spadek indeksów.

Dużo danych zostanie opublikowanych w USA, ze styczniowymi sprzedażą detaliczną i produkcją przemysłową na czele.

Rynek pozostanie zapewne wrażliwy na doniesienia nt. dystrybucji szczepionki na koronawirusa.

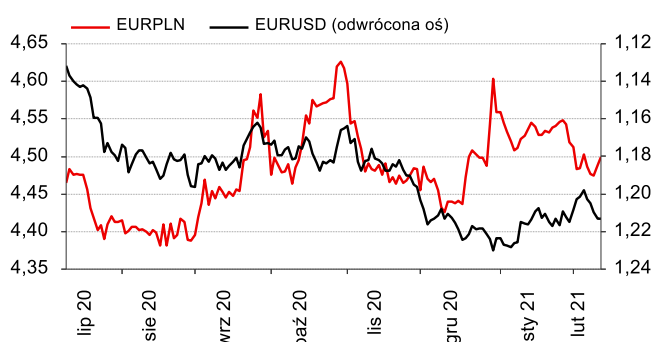
Poznamy także dane z Polski. Najbardziej oczekiwaną będzie zapewne poniedziałkowy CPI za styczeń – nasza prognoza (2,7%) jest powyżej konsensusu (2,4%). Z drugiej strony, nasz szacunek produkcji przemysłowej jest poniżej oczekiwań rynku.

### Wpływ na rynek

**Rynek FX** Po spadku z końca stycznia kurs EURPLN ustabilizował się w wąskim przedziale i czeka impuls. Poniedziałkowy polski CPI może wesprzeć złotego jeśli faktycznie zaskoczy w górę. Ruch w kierunku aprecjacji wciąż może być hamowany obawami pojawienia się kolejnej interwencji NBP.

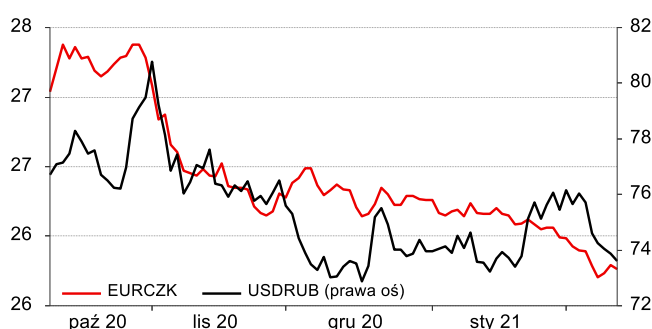
**Stopy procentowe.** Polski dług nie skorzystał z lekkiego umocnienia na rynkach bazowych. Spread rentowności 10-letnic obligacji Polska-Niemcy testował wsparcie na 170 pb, ale nie zdołał trwale go przebić i teraz możemy obserwować korektę. Taki scenariusz stanie się bardziej realistyczny jeśli krajowy CPI zaskoczy w górę, tak jak oczekujemy. W efekcie zakładamy, że polskie rentowności oraz IRS mogą pozostać na podwyższonych poziomach lub nawet jeszcze lekko wzrosnąć.

### EURPLN i EURUSD



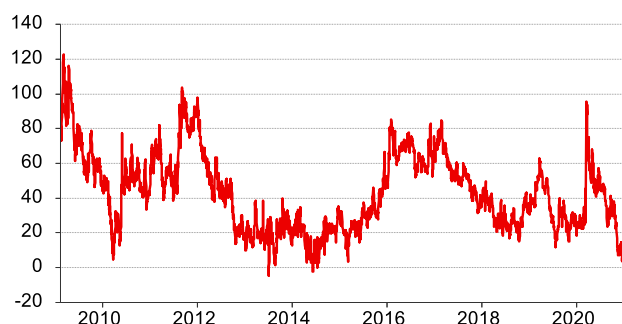
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### EURCZK i USDRUB



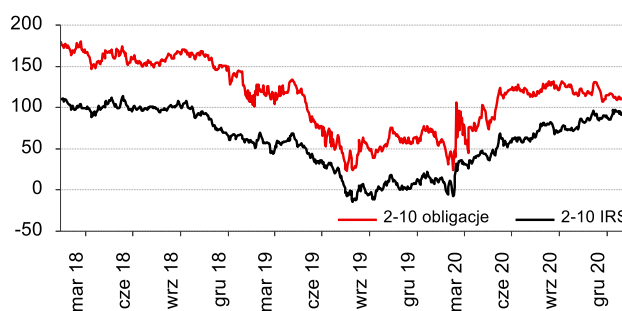
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### Polski 10-letni spread asset swap



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### Polskie spready 2-10



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA	
				RYNEK	SANTANDER	WARTOŚĆ	
<b>PONIEDZIAŁEK (15 lutego)</b>							
10:00	PL	<b>Inflacja</b>	I	% r/r	2.4	2.7	2.4
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	XII	% m/m	-0.5	-	2.5
14:00	PL	<b>Saldo obrotów bieżących</b>	XII	mln €	1 005	1 085	1 725
14:00	PL	<b>Bilans handlowy</b>	XII	mln €	580	999	1 756
14:00	PL	<b>Eksport</b>	XII	mln €	19 271	19 421	22 965
14:00	PL	<b>Import</b>	XII	mln €	18 740	18 422	21 209
<b>WTOREK (16 lutego)</b>							
09:00	HU	PKB	IV kw.	% r/r	-6.0	-	-4.6
11:00	EZ	PKB SA	IV kw.	% r/r	-5.1	-	-5.1
11:00	DE	ZEW	II	pkt	-66.3	-	-66.4
<b>ŚRODA (17 lutego)</b>							
10:00	PL	<b>Zatrudnienie</b>	I	% r/r	-1.5	-1.3	-1.0
10:00	PL	<b>Płace</b>	I	% r/r	4.8	4.7	6.6
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	I	% m/m	0.8	-	-0.7
15:15	US	Produkcja przemysłowa	I	% m/m	0.4	-	1.6
20:00	US	Minutes FOMC					
<b>CZWARTEK (18 lutego)</b>							
10:00	PL	<b>Produkcja przemysłowa</b>	I	% r/r	1.9	0.1	11.2
10:00	PL	<b>PPI</b>	I	% r/r	0.4	0.5	0.0
11:00	EZ	HICP	I	% r/r	0.9	-	0.9
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	760	-	793
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	I	% m/m	-1.1	-	5.8
14:30	US	Indeks Philly Fed	II	pkt	22.0	-	26.5
<b>PIĄTEK (19 lutego)</b>							
09:30	DE	Wstępny PMI przemysł	II	pkt	57.0	-	57.1
09:30	DE	Wstępny PMI usługi	II	pkt	46.5	-	46.7
10:00	EZ	Wstępny PMI przemysł	II	pkt	54.6	-	54.8
10:00	EZ	Wstępny PMI usługi	II	pkt	46.0	-	45.4
10:00	PL	<b>Produkcja budowlana</b>	I	% r/r	-2.8	-12.8	3.4
10:00	PL	<b>Realna sprzedaż detaliczna</b>	I	% r/r	-6.6	-4.5	-0.8
16:00	US	Sprzedaż domów	I	% m/m	-3.0	-	0.8

Źródło: Reuters, Parkiet, Bloomberg, Santander Bank Polska

Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Santander Bank Polska S.A. jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji, Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązują ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@santander.pl, www.santander.pl